

# Influência da governança corporativa no custo da dívida de companhias abertas familiares

**André Carlos Einsweiller** (Unochapecó) - einsweiller@unochapeco.edu.br

**Geovanne Dias de Moura** (Unochapecó) - geomoura@terra.com.br

**Neusa Maria Gonçalves Salla** (URI Santo Ângelo) - neusalla@san.uri.br

**Silvana Dalmutt Kruger** (Unochapecó) - silvanak@unochapeco.edu.br

## **Resumo:**

*O estudo verificou a influência da governança corporativa no custo da dívida de companhias abertas familiares. Para tal, realizou-se pesquisa descritiva, documental e quantitativa em uma amostra de companhias familiares que possuíam dados disponíveis para o período de 2012 a 2017. Os dados foram retirados do site da B3, dos Formulários de Referência e na base de dados da Economatica. Para mensurar o custo da dívida, identificou-se a razão entre as despesas financeiras e o passivo oneroso. Para investigar a influência da governança foram utilizadas cinco variáveis: a) aderência ao novo mercado; b) possuir membros independentes no conselho de administração; c) percentual de membros independentes no conselho; d) maioria de membros independentes no conselho; e) não dualidade no cargo de CEO e de presidente do conselho. Os resultados evidenciaram que o custo médio da dívida se elevou a partir de 2015. Em média, 44% das empresas familiares estão listadas no novo mercado; 59% delas possuem membros independentes nos conselhos; 21% é a média de membros independentes; 16% das empresas possuíam a maioria de membros independentes no conselho e o percentual médio de dualidade dos cargos de CEO e presidente do CA é de 12%. Também se constatou que a governança corporativa não influencia para uma redução no custo da dívida em empresas familiares. A pesquisa contribui para fortalecer o entendimento do tema no cenário brasileiro e amplia a discussão existente na literatura ao abordar a influência, no custo da dívida, de práticas de governança ainda não investigadas.*

**Palavras-chave:** Governança corporativa. Custo da dívida. Companhias abertas familiares.

**Área temática:** Abordagens contemporâneas de custos

## **Influência da governança corporativa no custo da dívida de companhias abertas familiares**

### **Resumo**

O estudo verificou a influência da governança corporativa no custo da dívida de companhias abertas familiares. Para tal, realizou-se pesquisa descritiva, documental e quantitativa em uma amostra de companhias familiares que possuíam dados disponíveis para o período de 2012 a 2017. Os dados foram retirados do site da B3, dos Formulários de Referência e na base de dados da Economatica. Para mensurar o custo da dívida, identificou-se a razão entre as despesas financeiras e o passivo oneroso. Para investigar a influência da governança foram utilizadas cinco variáveis: a) aderência ao novo mercado; b) possuir membros independentes no conselho de administração; c) percentual de membros independentes no conselho; d) maioria de membros independentes no conselho; e) não dualidade no cargo de CEO e de presidente do conselho. Os resultados evidenciaram que o custo médio da dívida se elevou a partir de 2015. Em média, 44% das empresas familiares estão listadas no novo mercado; 59% delas possuem membros independentes nos conselhos; 21% é a média de membros independentes; 16% das empresas possuíam a maioria de membros independentes no conselho e o percentual médio de dualidade dos cargos de CEO e presidente do CA é de 12%. Também se constatou que a governança corporativa não influencia para uma redução no custo da dívida em empresas familiares. A pesquisa contribui para fortalecer o entendimento do tema no cenário brasileiro e amplia a discussão existente na literatura ao abordar a influência, no custo da dívida, de práticas de governança ainda não investigadas.

Palavras-chave: Governança corporativa. Custo da dívida. Companhias abertas familiares.

Área Temática: Abordagens contemporâneas de custos.

### **1 Introdução**

Os financiamentos formais são uma forma importante que as empresas de países emergentes, caso das empresas brasileiras, possuem para captar recursos, visto que nesses países o mercado acionário tende a ser pouco desenvolvido (SHAILER; WANG, 2015; MA; MA; TIAN, 2017; BONETTI, 2018). Além disso, diversos autores, tais como Shailer e Wang (2015), Derrien, Kecskés e Mansi (2016), Ardalan (2017), Ghouma, Ben-Nasr e Yan (2018) e Le e Phan (2017), destacam que o custo da dívida geralmente é menor do que o custo do capital próprio. Então, diante da relevância dos financiamentos, pesquisadores têm procurado identificar fatores que influenciam no custo da dívida das empresas, sendo que governança corporativa é um desses fatores (CHEN; JIAN, 2006; ALDAMEN; DUNCAN; MCNAMARA, 2010; CAROPREZO; 2011; BARROS; SILVA; VOESE, 2015).

A base teórica que fundamenta as pesquisas com viés na relação entre os mecanismos de governança corporativa e o custo da dívida é de que a presença de características de governança corporativa poderia gerar uma compensação entre o ônus sobre a dívida contraída de financiamentos de curto e longo prazo (BARROS; SILVA; VOESE, 2015). A hipótese subentendida é de que o mercado de crédito pode reconhecer a presença de mecanismos de governança corporativa como um motivo para minimizar o risco de inadimplência. Deste modo, proporcionaria taxas de financiamento menos onerosas que aquelas requeridas às empresas que não dispunham de atributos de governança corporativa (BHOJRAJ; SENGUPTA, 2003; BARROS; SILVA; VOESE, 2015).

Apesar da relevância do assunto, pouca investigação sobre a influência da governança no custo da dívida foi realizada até o momento, conforme destacam Bradley e Chen (2015) e Benetti (2018). Menor ainda é o número de pesquisas, especificamente em empresas familiares. As empresas familiares desempenham papel importante no desenvolvimento e crescimento econômico dos países e por isso merecem atenção.

Além disso, os resultados das pesquisas apresentam divergências, pois, enquanto alguns pesquisadores constataram que havia influência da governança no custo da dívida, como Anderson, Mansi e Reeb (2004), Ashbaugh-Skaife, Collins e LaFond (2006), Fields, Fraser e Subrahmanyam (2012), Bradley e Chen (2015) e Ghouma, Bem-Nasr e Yan (2018). Outros, tais como Bradley e Chen (2011), Chen (2012), Aman e Nguyen (2013) e Tanaka (2014) verificaram que a governança não influenciava no custo da dívida.

Diante ao que foi exposto, tem-se a seguinte questão de pesquisa: qual é a influência da governança corporativa no custo da dívida de companhias abertas familiares listadas na B3? Diante disso, o objetivo do estudo é verificar a influência da governança corporativa no custo da dívida de companhias abertas familiares listadas na B3.

O estudo justifica-se em razão de ainda existirem poucos estudos nacionais que investigaram a relação entre governança corporativa e custo da dívida em companhias familiares. Se diferencia dos demais por analisar práticas de governança ainda não investigadas e, ainda, por analisar um período de tempo diferente, sendo de 2012 a 2017. O estudo também pode contribuir para auxiliar as instituições de crédito que concedem a liberação de financiamentos, no sentido de observar se as empresas com alto padrão de governança corporativa são propensas a captar recursos menos onerosos.

## **2 Governança corporativa e custo da dívida**

A estrutura de capital determina como as empresas conciliam a utilização do capital próprio e de terceiros para financiar seus ativos. A utilização de cada uma das fontes de captação de recursos resulta em benefícios, custos e riscos. Por isso, a seleção das alternativas pelos gestores requer análise e planejamento, fundamentada no custo do capital para a implantação dos projetos (BARROS; SILVA; VOESE, 2015).

Há evidências de que empresas que adicionam capital de terceiros na sua estrutura de capital podem ser beneficiadas em função de aspectos fiscais, visto que as despesas financeiras, são dedutíveis e operacionais (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2002; BREALEY; MYERS; ALLEN, 2008). Contudo, se a captação de recursos de terceiros gera custos, ou seja, o capital é oneroso, o retorno ajustado ao risco dos projetos nos quais tal financiamento é empregado deve ser capaz de pagar aos credores a dívida e os juros devidos. Deste modo, as decisões de investimento não podem ser tomadas sem que sejam considerados os custos de financiamento ou o custo da dívida (PEROBELLI; FAMA, 2003).

Lopes e Martins (2007), Nardi e Nakao (2009) e Bonetti (2018) indicam que uma das formas recorrentes de mensuração do custo de endividamento em pesquisas é por meio da razão entre as despesas financeiras e o passivo oneroso da empresa, composto pelas obrigações decorrentes de financiamentos de curto e longo prazo. Shailer e Wang (2015) e Liedong e Rajwani (2017), definem a remuneração do capital de terceiros como sendo aquela remuneração dos financiadores externos, ou seja, que são pagos em forma de juros e aluguéis. Então, o custo da dívida pode ser entendido como o custo que as empresas incorrem ao obter financiamento de credores ou outros provedores de dívida.

Em relação ao custo da dívida, diversos autores (PIOT; MISSIONIER; PIERA, 2009; TANAKA, 2014; FONSECA; SILVEIRA, 2016; BONETTI, 2018; GHOUMA; BEM-NASR; YAN, 2018) argumentam que boas práticas de governança corporativa podem contribuir para redução de tais custos. Jandik e McCumber (2013), por exemplo, analisaram uma

amostra de empréstimos bancários concedidos a empresas americanas de 2000 a 2009. A pesquisa evidencia que mecanismos específicos de governança determinam o custo de empréstimos em contratos de crédito sindicalizados. Os resultados indicaram que empresas que dispõem de práticas de governança que mitigam o risco de agência entre as partes interessadas desfrutaram de menores custos de empréstimos.

Piot e Missonier Piera (2009) investigaram os efeitos das características de governança sobre os custos de financiamento da dívida de empresas não financeiras listadas na França, utilizando diretrizes de governança corporativa emitidas durante o final dos anos noventa. O período investigado foi de 1999 a 2001. Os resultados indicaram uma relação inversa do custo da dívida e três mecanismos de governança corporativa: a) conselho de administração independente, b) existência de comitês de remuneração composto por não executivos, e c) presença de investidores institucionais na estrutura de capital das firmas.

Caroprezo (2011) detectou que os atributos de governança corporativa, medidos por meio de índices de governança, poderiam impor redução ao custo da dívida de empresas listadas na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão). O estudo foi realizado no período de 2003 a 2009, com 658 empresas de capital aberto. A análise investigou se empresas com melhores práticas de governança corporativa tinham menores custos de captação. Os resultados indicaram que empresas com melhor governança tem menor custo de dívida.

Barros, Silva e Voese (2015), analisaram a relação entre a governança corporativa e o custo de endividamento com capital de terceiros em companhias brasileiras, no período de 2008 a 2010. Os resultados evidenciaram que a governança corporativa e o custo da dívida têm relação negativa, sendo possível identificar que, quanto maior a adoção de mecanismos de governança corporativa, maior a propensão na captação de financiamentos com menor custo.

Ressalta-se que a governança corporativa pratica os princípios da probidade, clareza e ética. É um sistema que controla e dirige as empresas, destacando como mecanismo essencial o conselho de administração (VIEIRA; VELASQUEZ; LOSEKANN; CERETTA, 2011). O conselho de administração auxilia na tomada de decisão e controle dos negócios, segundo Chancharat, Krishnamurti e Tian (2012) é um dos elementos mais importantes da governança corporativa, pois atua na supervisão efetiva das operações da empresa e na mitigação de falhas gerenciais nas empresas.

O conselho torna-se mais efetivo no monitoramento quando ele é composto principalmente por membros externos. Quanto menor é a influência dos acionistas controladores sobre os membros do conselho, menores são as chances dos conselhos agirem somente em benefício dos controladores (ANDERSON; MANSI; REEB 2004; AMAN; NGUYEN, 2013; TANAKA, 2014). Anderson, Mansi e Reeb (2004) destacam que do ponto de vista de um credor, um dos fatores mais importantes que pode influenciar na integridade e qualidade das informações contábeis é a independência do conselho de administração. Desse modo, o custo da dívida pode ser sensível à independência do conselho.

Bonetti (2018) verificou a influência da governança no custo de financiamento da dívida de companhias abertas listadas na B3, adotando como proxy para governança o percentual de membros independentes no conselho de administração, se a maioria dos membros do conselho eram independentes e se havia dualidade no cargo de presidente do conselho de administração e de diretor presidente. A amostra foi realizada com aproximadamente 216 companhias abertas que possuíam dados para o período de 2012 a 2016. Os resultados indicaram que dentre as três variáveis referentes a independência do conselho, somente “PercIndep\_CA” que captava o percentual de membros independentes do conselho, influenciou para redução do custo da dívida. Diante disso, concluíram que conselhos constituídos com maiores percentuais de membros independentes poderiam influenciar na redução do custo de financiamento da dívida.

Ghouma, Bem-Nasr e Yan (2018) investigaram a relação entre governança corporativa e custo do financiamento da dívida em uma amostra de 169 companhias canadenses no período

de 1986 a 2014. Os resultados demonstraram que o índice total de governança corporativa do “Globe and Mail” apresentou coeficiente negativo e significativo, isso demonstrou que a governança corporativa influenciava no custo da dívida.

### 3 Procedimentos metodológicos

Para atingir o objetivo realizou-se pesquisa descritiva, documental e quantitativa, com dados referentes ao período de 2012 a 2017 e coletados nos Formulários de Referência das empresas e no banco de dados Economatica. A população do estudo compreendeu as companhias abertas familiares listadas na B3, sendo que foram excluídas, em cada ano, aquelas que exerciam atividade financeira e aquelas que não possuíam informações suficientes para o cálculo de todas as variáveis do estudo. Deste modo, a amostra selecionada totalizou 126 companhias em 2012, 127 em 2013, 127 em 2014, 120 em 2015, 116 em 2016 e 115 em 2017.

No Quadro 1 é possível visualizar as variáveis dependentes e independentes utilizadas, bem como os autores relacionados as métricas analisadas.

Quadro 1 – Variáveis dependentes e independentes do estudo

Variáveis	Descrição	Métrica	Autores de base	Fonte dos dados
<b>Dependente</b>	Custo de financiamento da dívida (Custo_Div)	Custo_Dív: <u>Despesas financeiras</u> Passivo financeiro oneroso	Chen e Jian (2006); Jandik e McCumber (2013); Barros, Silva e Voese (2015); Fonseca e Silveira (2016)	Economatica
<b>Independente</b>	Governança Corporativa (NM_B3)	A companhia da amostra estava listada no novo mercado: Sim = 1 / Não = 0	Caroprezo (2011); Chen e Jian (2006); Aldamen et al., (2010); Barros, Silva e Voese (2015)	Economatica
	Membros independentes no Conselho de Administração (PossuiConselhIndep_CA)	A companhia da amostra possui membros independentes no conselho: Sim = 1 / Não = 0	Ashbaugh-Skaife, Collins e LaFond (2006); Bradley e Chen (2011)	Formulário de Referência - Item 12.5/6 - Composição e experiência profissional da administração e do CF
	Percentual de membros independentes (PercConselhIndep_CA)	Percentual de membros independentes em relação ao total de membros do conselho de administração	Ashbaugh-Skaife, Collins e LaFond (2006); Bradley e Chen (2015); Ghoum, Bem-Nasr e Yan (2018)	Formulário de Referência - Item 12.5/6 - Composição e experiência profissional da administração e do CF
	Maioria dos membros independentes (MaiorConselhIndep_CA)	A maioria dos membros do conselho eram independentes: Sim = 1 / Não = 0	Chen (2012); Bradley e Chen (2015)	Formulário de Referência - Item 12.5/6 - Composição e experiência profissional da administração e do CF
	Dualidade no cargo de diretor presidente e presidente do conselho (Dual_CEO&PresCA)	O cargo de diretor presidente e de presidente do conselho de administração é ocupado por indivíduos diferentes: Sim = 1 / Não = 0	Chen (2012); Bradley e Chen (2015) Ghouma, Bem-Nasr e Yan (2018)	Formulário de Referência - Item 12.5/6 - Composição e experiência profissional da administração e do CF

Fonte: elaborado pelos autores.

Com o intuito de identificar o custo da dívida, de forma similar aos estudos anteriores de Chen e Jian (2006); Jandik e McCumber (2013); Barros, Silva e Voese (2015); Fonseca e Silveira (2016), foi calculado, para cada empresa em cada um dos períodos, a razão entre as despesas financeiras e o passivo oneroso de cada ano. O passivo oneroso foi representado pelos empréstimos, financiamentos e debêntures de curto e longo prazo. Os dados foram coletados no banco de dados Economática e referem-se ao período de 2012 a 2017.

Para investigar a influência da governança corporativa das empresas, similar aos estudos de Ashbaugh-Skaife, Collins e LaFond (2006); Chen e Jian (2006); Aldamen et al., (2010); Caroprezio (2011); Barros, Silva e Voese (2015); Bradley e Chen (2015) e Ghoum, Bem-Nasr e Yan (2017), serão utilizadas cinco variáveis: a) *dummy* que recebeu valor 1 quando a companhia da amostra encontrava-se listada no Novo Mercado da B3 (Novo Merc\_B3); b) *dummy* em que 1 afirma que a empresa possui membros independentes no conselho de administração, e 0 para não (PossuiConselhIndep\_CA); c) percentual de membros independentes no conselho de administração (PercConselhIndep\_CA); d) *dummy* que recebeu valor 1 quando mais de 50% dos membros do conselho eram independentes (MaiorConselhIndep\_CA); e, e) *dummy* em que 1 afirma que os cargos de diretor presidente e de presidente do Conselho de Administração são ocupados por indivíduos diferentes, e 0 para não (Dual\_CEO&PresCA). Os dados referentes as variáveis independentes foram coletados manualmente a cada ano, para cada empresa da amostra, nos Formulários de Referência, na Seção 12.5/6 – Composição e experiência profissional da administração e do Conselho Fiscal, com exceção da variável “Novo Merc\_B3” que foi retirada da base de dados da Economática.

As variáveis de controle da pesquisa, que também podem influenciar no custo da dívida das empresas familiares são apresentadas no Quadro 2.

Quadro 2 – Variáveis de controle do estudo

Variáveis	Métrica	Autores de base	Fonte dos dados
Tamanho da Empresa (Tamanho)	Log do ativo total da empresa	Barros, Silva e Voese (2015); Bradley e Chen (2015); Ghouma, Bem-Nasr e Yan (2018)	Economática
Retorno sobre os ativos totais (ROA)	ROA = Ebitda/Ativo total	Ashbaugh-Skaife, Collins e LaFond (2006); Piot e Missonier Piera; (2009); Boubakri e Ghouma (2010)	Economática
Endividamento	(Passivo circulante + Passivo não circulante) / Ativo total	Boubakri e Ghouma (2010); Ma, Ma e Tian (2017)	Economática
Crescimento das Vendas (Crescim)	Crescim = variação do total das vendas do ano t-1 para o ano t	Tanaka (2014); Bradley e Chen (2015)	Economática

Fonte: elaborado pelos autores.

Conforme consta no Quadro 2, optou-se por utilizar o tamanho da empresa, crescimento da empresa, ROA como proxy para desempenho e Endividamento. Os dados das variáveis de controle também se referem ao período de 2012 a 2017 e foram coletados no banco de dados Economática. Conforme apresentado no Quadro 1, as variáveis de controle que foram utilizadas foram:

a) Tamanho da empresa: as maiores empresas geralmente possuem recursos financeiros para honrar suas obrigações do que as empresas de pequeno e médio porte. São empresas mais confiáveis, com menos riscos de inadimplência e tendem a ter custo da dívida menores (CLAESSENS et al., 1999; BARROS; SILVA; VOESE, 2015).

b) Retorno sobre os ativos: as empresas com maiores desempenhos possuem menos dificuldade em honrar suas dívidas e, por isso, tendem a apresentar custos de dívidas menores

(ASHBAUGH-SKAIFE; COLLINS; LAFOND, 2006; BOUBAKRI; GHOUMA, 2010; PIOT; MISSONIER PIERA, 2009).

c) Endividamento: empresas com maiores endividamentos tendem a pagar juros da dívida mais custosos, pois são empresas sem facilidade de crédito e probabilidade de falência elevada (BOUBAKRI; GHOUMA, 2010; MA; MA; TIAN, 2017).

d) Crescimento das vendas: empresas que estão em crescimento tendem a apresentar maior risco e podem apresentar maior custo da dívida (TANAKA, 2014; BRADLEY; CHEN, 2015).

Após a coleta das informações, efetuou-se a análise descritiva da variável do custo da dívida e das variáveis de governança corporativa. Ademais, foi utilizada a regressão linear, para analisar a influência da governança corporativa no custo da dívida. Desse modo, os pressupostos de multicolinearidade, por meio do fator de inflação de variância – VIF e Tolerance, e ausência de autocorrelação serial, por meio do teste de *Durbin-Watson*, também foram observados. Quando efetuadas as regressões, a variável de custo da dívida foi classificada como dependente e as demais variáveis independentes e de controle foram classificadas como (preditoras).

#### 4 Descrição e análise dos dados

Apresenta-se, nesta seção, a descrição e análise dos dados. Primeiramente, as estatísticas descritivas do custo da dívida das empresas familiares e na sequência, as estatísticas descritivas das práticas da governança corporativa. Por fim, são apresentados os coeficientes das regressões que permitem alcançar o objetivo da pesquisa. Na Tabela 1 são demonstrados os indicadores do custo da dívida do período de 2012 a 2017.

Tabela 1 – Estatísticas descritivas do custo da dívida do período de 2012 a 2017

Ano	Número de empresas	Mínimo	Máximo	Média	Desvio padrão
2012	126	0,01	2,40	0,19	0,25
2013	127	0,01	8,70	0,29	0,84
2014	127	0,01	7,70	0,26	0,70
2015	120	0,02	29,40	0,55	2,71
2016	116	0,02	8,90	0,38	1,00
2017	115	0,03	28,00	0,49	2,61
<b>2012 a 2017</b>	<b>731</b>	<b>0,00</b>	<b>29,40</b>	<b>0,36</b>	<b>1,63</b>

Fonte: dados da pesquisa.

Percebe-se na Tabela 1 que o custo médio da dívida elevou-se de 0,19 em 2012, para 0,49 em 2017. Em 2012, o indicador mínimo foi de 0,01, o máximo de 2,40 e o desvio padrão de 0,25. No ano de 2017, o indicador mínimo correspondeu a 0,03, sendo que o indicador máximo foi de 28,00 e o desvio padrão de 2,61. Há de se destacar que o ano de 2015 foi o que apresentou maior índice médio de custo da dívida e, também, o maior desvio padrão, indicando que existiam maiores diferenças, entre as empresas, no custo da dívida.

Ao comparar os resultados da pesquisa com os de Barros, Silva e Voese (2015) que investigaram 83 empresas brasileiras no período de 2008 a 2010 e encontraram um indicador médio de custo da dívida que variou de 0,23 a 0,27 e com os de Fonseca e Silveira (2016) que também investigaram o custo da dívida em 230 companhias abertas no período de 2010 a 2014 e encontraram um índice que variou de 0,19 a 0,22, constata-se que as empresas da amostra possuem custo da dívida superior.

No entanto, ao comparar com os resultados de Bonetti (2018) que investigou em torno de 216 empresas brasileiras no período de 2012 a 2016 e encontrou um indicador médio de

custo da dívida que variou de 0,33 a 0,59 e também com maiores indicadores médios a partir de 2015, observa-se que os resultados são similares.

Ressalta-se que os indicadores médios, mais elevados a partir de 2015, podem ser reflexo da crise que se desencadeou em 2014 e que causou impactos em 2015, gerando uma forte recessão econômica e aumento nos juros, pela taxa Selic. De acordo com o Banco Central do Brasil, a taxa SELIC que é determinada pelo Comitê de Política Monetária (COPOM) chegou a 14,25% no referido ano de 2015, ou seja, maior patamar desde 2006.

Na Tabela 2 apresentam-se os totais e percentuais de empresas da amostra listadas no Novo Mercado do período de 2012 a 2017.

Tabela 2 – Total e percentual de empresas listadas no Novo Mercado do período de 2012 a 2017

Ano	Total de empresas da amostra	Total de empresas listadas no Novo Mercado	Percentual de empresas listadas no Novo Mercado
2012	126	53	42%
2013	127	54	43%
2014	127	54	43%
2015	120	52	43%
2016	116	52	45%
2017	115	53	46%
<b>2012 a 2017</b>	<b>731</b>	<b>318</b>	<b>44%</b>

Fonte: dados da pesquisa.

É possível observar na Tabela 2 que o percentual de empresas listadas no Novo Mercado não ultrapassou 46% do total da amostra, no período de 2012 a 2017. É perceptível que houve um pequeno aumento nos percentuais, que se elevaram de 42% em 2012, para 43% em 2013, 2014 e 2015, para 45% em 2016 e 46% em 2017. Estes resultados estão alinhados aos argumentos de estudos como de Barros, Silva e Voese (2015), bem como de Fonseca e Silveira (2016), de que as empresas estão, cada vez mais interessadas na adoção de boas práticas de governança corporativa, visando benefícios como menores custos da dívida.

No estudo de Bozec e Bozec (2010), realizado em uma amostra composta por 155 empresas canadenses, durante o período de 2002 a 2005, os autores encontraram fortes evidências de que o custo do capital diminuía à medida que a qualidade das práticas de governança corporativa aumentava. Nesse sentido, Caroprezo (2011) pesquisou 658 empresas listadas na B3, de 2003 a 2009 e constatou que empresas de melhor governança possuíam menor custo da dívida.

Na Tabela 3 apresentam-se os totais e percentuais de empresas da amostra com membros independentes no conselho de administração no período de 2012 a 2017.

Tabela 3 – Total e percentual de empresas da amostra com membros independentes no Conselho de Administração do período de 2012 a 2017

Ano	Total de empresas da amostra	Total de empresas em que há membros independentes no conselho	Percentual de empresas em que há membros independentes no conselho
2012	126	69	55%
2013	127	73	57%
2014	127	72	57%
2015	120	72	60%
2016	116	69	60%
2017	115	75	65%
<b>2012 a 2017</b>	<b>731</b>	<b>430</b>	<b>59%</b>

Fonte: dados da pesquisa.

Nota-se na Tabela 3 que o percentual de empresas em que havia a presença de membros independentes no conselho de administração chegou a 65% do total da amostra, no ano de 2017.



Verifica-se que desde 2012 o percentual vem se elevando, partindo de 55%, em seguida elevou-se para 57% em 2013 e 2014, 60% em 2015 e 2016 e elevou-se novamente para 65% em 2017.

Ressalta-se que a literatura prévia sugere que os conselheiros independentes geralmente desempenham um melhor papel de monitoramento do que os conselheiros internos no aumento do bem-estar dos acionistas (FIELDS; KEYS, 2003; ADAMS; HERMALIN; WEISBACH, 2010). Por isso, espera-se que a independência do conselho esteja negativamente relacionada ao custo da dívida (BHOJRAJ; SENGUPTA, 2003 ; ANDERSON; MANSI; REEB, 2004 ; ERTUGRUL; HEGDE, 2008) sugerindo que, em média, os benefícios da independência superam seus custos.

Na Tabela 4 apresentam-se as estatísticas descritivas do percentual de membros independentes no Conselho de Administração do período de 2012 a 2017.

Tabela 4 – Percentual de membros independentes no Conselho de Administração do período de 2012 a 2017

Ano	Número de empresas	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
2012	126	0,00	75	18	21
2013	127	0,00	67	19	20
2014	127	0,00	80	21	23
2015	120	0,00	75	21	21
2016	116	0,00	80	24	23
2017	115	0,00	100	26	24
<b>2012 a 2017</b>	<b>731</b>	<b>0,00</b>	<b>100</b>	<b>21</b>	<b>22</b>

Fonte: dados da pesquisa.

Observa-se na Tabela 4 que a maioria dos membros do conselho de administração não eram independentes, de acordo com a média, tendo em vista que o percentual médio não ultrapassou 21%. Somente no ano de 2017 foi identificada uma empresa com 100% de membros independentes no conselho. Também é possível verificar que desde 2012, quando o percentual era de 18% de membros independentes no C.A, o percentual vem subindo, quando em 2013 atingiu 19%, em 2014 e 2015 21%, em 2015 elevou-se para 24% e em 2017 elevou-se outra vez para 26%.

Quando confrontados com outros estudos similares internacionais, estes percentuais médios são inferiores. Como na pesquisa de Ashbaugh-Skaife, Collins e LaFond (2006) que investigaram uma amostra com 894 companhias abertas americanas no ano de 2002 e identificaram um percentual médio de independência de 70%. Bradley e Chen (2015) também encontraram um percentual médio de independência aproximado de 70% quando investigaram 1610 companhias americanas de 2002 a 2006. Todavia, Aman e Nguyen (2013) examinaram 437 empresas japonesas listadas na bolsa de Tóquio e demonstraram que a proporção de conselheiros independentes era irrelevante.

No entanto, os percentuais médios são similares aos de Bonetti et al. (2018) que analisaram uma amostra de companhias abertas brasileiras no período de 2012 a 2016, em que o percentual médio de membros independentes não ultrapassou 25%. Percebe-se, nesta pesquisa, que os percentuais médios de independência dos conselhos, podem resultar em uma baixa capacidade de monitoramento dos gestores.

Na Tabela 5 apresentam-se os totais e percentuais de empresas da amostra em que os membros independentes são a maioria no conselho no período de 2012 a 2017. Verifica-se na Tabela 5 que o percentual de empresas em que os membros independentes são a maioria no conselho de administração chegou a 23% no ano de 2017. Porém, a média obtida entre os anos de 2012 a 2017 foi de apenas 16%. O ano de 2012 foi o período em que apenas 11% das empresas da amostra possuíam o conselho constituído pela maioria de membros independentes. Esse percentual elevou-se em 2013 para 13%, para 16% em 2014, 17% em 2015, 19% em 2016 e 23% em 2017.

Tabela 5 – Total e percentual de empresas da amostra em que os membros independentes são a maioria no Conselho de Administração do período de 2012 a 2017

Ano	Total de empresas da amostra	Empresas em que os membros independentes são a maioria no conselho	
		Totais	Percentuais
2012	126	14	11%
2013	127	16	13%
2014	127	20	16%
2015	120	20	17%
2016	116	22	19%
2017	115	26	23%
<b>2012 à 2017</b>	<b>731</b>	<b>118</b>	<b>16%</b>

Fonte: dados da pesquisa.

No estudo de Chen (2012) foram examinadas 388 companhias abertas norte-americanas no período de 2002 a 2007, que apresentavam dados disponíveis na base de dados Standard & Poor's (S&P) e constatou que maiores percentuais de membros independentes eram características que estavam fortemente associadas a um menor custo da dívida. Outra vez, a amostra de companhias familiares deste estudo encontra-se alinhada com os resultados de Bonetti et al. (2018), cujo percentual médio de empresas que possuíam o conselho constituído pela maioria de membros independentes não ultrapassou de 17%.

Tabela 6 – Total e percentual de empresas da amostra em que o CEO também era o Presidente do Conselho de Administração do período de 2012 a 2017

Ano	Total de empresas da amostra	Empresas em que o CEO também é o presidente do Conselho de Administração	
		Totais	Percentuais
2012	126	27	21%
2013	127	14	11%
2014	127	15	12%
2015	120	12	10%
2016	116	9	8%
2017	115	14	12%
<b>2012 a 2017</b>	<b>731</b>	<b>91</b>	<b>12%</b>

Fonte: dados da pesquisa.

Pode-se observar na Tabela 6 que o percentual de empresas em que havia dualidade no cargo de presidente do conselho de administração e de CEO reduziu no período de 2012 a 2017. O maior percentual visto foi em 2012 de 21%, porém houve uma diminuição para 8% no ano de 2016. Todavia, em 2017 elevou-se para 12%.

Quando o mesmo indivíduo ocupa o cargo de presidente do conselho e de diretor presidente, é possível que esteja associado a maior custo de financiamento da dívida (ANDERSON; MANSI; REEB, 2004; BRADLEY; CHEN, 2015). Isso ocorre porque, conforme destacam Bradley e Chen (2015) e Ghouma, Bem-Nasr e Yan (2018), o poder do diretor presidente no conselho de administração se amplia ainda mais e conseqüentemente haverá limitação do poder do conselho de disciplinar a gestão.

Quando se tem dualidade nestes cargos geram-se custos para as empresas, conforme destacado no estudo de Chen e Jian (2006), que investigou empresas taiwanesas para analisar se decisões relacionadas com a transparência empresarial afetavam o custo da dívida e se a estrutura de governança corporativa impactava no nível de transparência da empresa. Os autores perceberam que empresas em que acionistas controladores ocupavam funções no conselho tendiam a obter financiamentos com custos mais elevados.

Bonetti et al. (2018) verificaram que os percentuais de empresas com dualidade no cargo de CEO e presidente do conselho de administração reduziram de 18% para 12% no período de 2012 a 2016, na amostra de companhias abertas brasileiras, que compuseram a amostra. Mas, nessa pesquisa, as médias da amostra de companhias abertas familiares oscilaram consideravelmente entre os anos.

Na Tabela 7 apresentam-se os coeficientes das regressões que permitem verificar a influência da governança corporativa no custo da dívida das companhias da amostra.

Tabela 7 - Coeficientes da regressão da influência da governança corporativa no custo da dívida no período de 2012 a 2017

Variáveis independentes	Variável dependente: Custo_Div					
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6
(Constante)	2,24*	2,17*	2,20*	2,28*	2,07*	2,21*
NM_B3	0,18					0,22
PossuiConselhInd_CA		0,08				-0,18
MaiorConselhInd_CA			0,34**			0,31
PercConselhInd_CA				0,01		0,01
Dual_CEOePresCA					-0,05	-0,02
Tam	-0,38*	-0,36*	-0,37*	-0,39*	-0,34*	-0,38*
ROA	0,01	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00
Endiv	0,74**	0,69**	0,69**	0,69**	0,70**	0,77**
Crescim	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
R <sup>2</sup> Ajustado	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Durbin-Watson	2,01	2,01	2,01	2,01	2,02	2,02
VIF/Tolerance	<10	<10	<10	<10	<10	<10
Sig. ANOVA	0,001*	0,002*	0,000*	0,001*	0,001*	0,002*

\*Significância ao nível de 5%; \*\*Significância ao nível de 1.

Fonte: dados da pesquisa.

Observa-se na Tabela 7 que o poder de explicação dos modelos, conforme R<sup>2</sup> ajustados, foram de apenas 2%. As estatísticas de Variance Inflation Factor (VIF) e Tolerance evidenciam que não existem problemas de multicolinearidade. Os resultados atenderam, ainda, outro pressuposto da regressão que é a ausência de auto correlação serial, uma vez que os indicadores de Durbin-Watson ficaram próximos de 2. Ainda, os testes ANOVA foram significantes, demonstrando que as variáveis independentes exercem influência sobre a variável dependente em todos os modelos.

No que diz respeito a variável “NM\_B3”, esta não se revelou estatisticamente significativa em nenhum dos modelos. Sendo assim, os resultados evidenciam que a classificação das empresas em níveis diferenciados de governança corporativa não exerce influência para diminuir o custo da dívida. O que não corrobora com os estudos de Chen (2012), Barros, Silva e Voese (2015) e Bonetti et al. (2018), que argumentaram que a listagem em níveis diferenciados, que representam adoção de mecanismos de governança mais rígidos, poderia impactar na redução do custo de financiamento das dívidas.

Com relação a variável “PossuiConselhIndep\_CA”, que capta se há membros independentes no conselho de administração, apresentou coeficiente positivo de 0,08 no modelo 2, quando analisada de forma individual. Todavia, no modelo 6, quando analisada de forma conjunta com todas as variáveis de governança corporativa, apresentou coeficiente negativo. Mas, em nenhum dos modelos apresentados essa variável possui significância. Nesse caso, a falta de significância não permite afirmar que membros independentes no conselho influenciam

no custo da dívida, conforme ressaltaram Bhojraj e Sengupta (2003), Anderson, Mansi e Reeb (2004) e Ertugrul e Hegde (2008).

Quanto a variável “MaiorConselhIndep\_CA”, que capta se a maioria dos membros do conselho eram independentes, esta apresenta coeficiente positivo no modelo 3 e 6. Mas, revelou-se estatisticamente significativa somente no modelo 3. O que indica que há uma influência para um maior custo da dívida, o que não corrobora com o estudo de Chen (2012). No que diz respeito a variável “PercConselhIndep\_CA”, que verifica o percentual de membros independentes em relação ao total de membros do conselho, tanto no modelo 4, de forma individual, quanto no modelo 6, em conjunto com as outras variáveis, se demonstrou insignificante estatisticamente. Assim, não é possível afirmar que influencia para um maior custo da dívida.

Em relação a variável “Dual\_CEOePresCA”, que capta se os cargos de diretor presidente e presidente do conselho de administração são ocupados por pessoas diferentes, apresentou coeficientes negativos, tanto de forma individual, quanto de forma conjunta com as demais variáveis. No entanto, os coeficientes não são estatisticamente significantes. A falta de significância, outra vez, não permite afirmar que os coeficientes negativos indicam um menor custo da dívida. O resultado difere do estudo de Bonetti et al. (2018) e de Chen (2015) quando encontraram que a dualidade nas funções de CEO e presidente do CA contribuía para o aumento do custo da dívida.

Dentre as variáveis de controle, apenas “Tam” e “Endiv” apresentaram coeficientes estatisticamente significantes. A variável “Tam” apresentou coeficientes negativos, indicando que o custo da dívida tende a ser superior em empresas maiores. Estes resultados divergem dos argumentos de Classens et al. (1999) e Barros, Silva e Voese (2015). Em relação ao “Endiv”, os resultados confirmam que empresas com maiores endividamentos tendem a pagar juros da dívida mais custosos, em razão de serem empresas com maior risco de falência e menor facilidade para obter crédito (BOUBAKRI; GHOUMA, 2010; MA; MA; TIAN, 2017).

As variáveis “ROA” e “Crescim” não apresentaram coeficientes estatisticamente significantes. Os coeficientes positivos das variáveis “ROA” e “Crescim” dão indícios de que rentabilidade e crescimento influenciam para maior custo da dívida. No caso do crescimento, os resultados corroboram os achados de Tanaka (2014) e Bradley e Chen (2015), que destacam que empresas em crescimento tendem a apresentar maior risco e podem apresentar maior custo da dívida.

## **5 Considerações finais**

O objetivo do estudo foi verificar a influência da governança corporativa no custo da dívida de companhias abertas familiares listadas na B3. Os resultados evidenciaram que em relação ao custo da dívida este foi superior em 2015 e 2017, sendo que a média do custo da dívida foi de 0,36 no período analisado. Os indicadores encontrados são em média maiores do que os achados de alguns autores, como Barros Silva e Voese (2015) e Fonseca e Silveira (2016), no entanto é similar ao estudo mais recente de Bonetti (2018). Os indicadores elevados na pesquisa, principalmente a partir do ano de 2015 podem ser reflexo das eleições em 2014, refletida em 2015, e em 2017, além da crise político-econômica no período.

As empresas familiares estão buscando boas práticas de governança, tendo em vista que a média de 2012 a 2017 das empresas enquadradas no Novo Mercado é de 44%. Quanto a presença de membros independentes no conselho, em média 59% delas se encaixavam nesse quesito, o que indica que os conselhos de administração das empresas familiares possuem baixa capacidade de monitorar os gestores, visto também nos estudos de Aman e Nguyen (2013) e Bonetti et al (2018). Os membros independentes deveriam ser vistos pela organização como

aqueles capazes de criar valor para o negócio, como supervisor e fiscalizador, e orientador e agente de desenvolvimento, todavia, o que se vê é uma ilusão dos CEO pela “perda do poder”.

Os resultados demonstraram também que em média apenas 16% das empresas familiares possuíam o conselho de administração constituído pela maioria de membros independentes. O resultado está alinhado com Bonetti et al. (2018) que encontrou que 17% dos conselhos são constituídos pela sua maioria de membros independentes. O que não corrobora com os estudos de Chen (2012) e Bradley e Chen (2015) que investigaram empresas americanas, onde mais de 50% delas possuíam em sua maioria membros independentes no conselho. Há de se destacar que normalmente as empresas familiares, são menos maduras, e não veem os conselheiros independentes como pessoas que possam auxiliar a empresa a obter melhores resultados. Proprietários de empresas familiares continuam ainda centralizando as decisões, e enxergam as pessoas que não fazem parte do negócio ou envolvidas com a companhia com olhar de intromissão.

No que diz respeito a dualidade nos cargos de CEO e de presidente do conselho, constatou-se uma redução de 2012 a 2017. Considera-se um fator positivo para as empresas familiares, no intuito de descentralizar o poder, ainda quando muitos executivos se queixam da falta de tempo. O estudo corrobora com Bonetti et al. (2018) quando também os percentuais foram reduzidos em empresas que havia dualidade dos cargos de CEO e de presidente do conselho para 12%. Todavia, em empresas indianas foi encontrado dualidade em 7% de acordo com o estudo de Rajpal (2012) e 6% em empresas australianas, de acordo com Benkel, Mather e Ramsay (2006).

Por fim, a variável que capta se a maioria dos membros do conselho eram independentes, apresentou coeficiente positivo, significante estatisticamente, o que indica que há uma influência para um maior custo da dívida, o que não corrobora com o estudo de Chen (2012). Geralmente, uma maioria de membros independentes no conselho tende a monitorar a gestão e restringir atividades de interesse do proprietário. Os achados em empresas familiares são o contrário, onde aumenta o custo da dívida, permitindo evidenciar que os membros independentes do conselho de administração não cumprem seu papel, e atuam de forma pouco ativa, existindo somente para cumprir exigências legais, podendo ser composto por amigos do acionista controlador.

Assim sendo, a pesquisa contribui para fortalecer o entendimento do tema no cenário brasileiro e amplia a discussão existente na literatura ao abordar um fator influenciador do custo de financiamento da dívida ainda pouco investigado (governança corporativa) em empresas familiares. Sendo assim, no que se refere ao objetivo geral, a governança corporativa não influencia para uma redução no custo da dívida em empresas familiares. Também, incrementa a literatura da área com evidências empíricas relativas ao cenário brasileiro, ainda carente de pesquisas dessa natureza.

## Referências

ADAMS, R. B.; HERMALIN, B. E.; WEISBACH, M. S. The role of boards of directors in corporate governance: A conceptual framework and survey. **Journal of economic literature**, v. 48, n. 1, p. 58-107, 2010.

ALDAMEN, H.; DUNCAN, K.; MCNAMARA, R. Corporate governance, risk assessment and cost of debt. **Journal Bond University. Queensland. Australia**, 2010.

AMAN, H.; NGUYEN, P. Does good governance matter to debtholders? Evidence from the credit ratings of Japanese firms. **Research in International Business and Finance**, v. 29, p. 14-34, 2013.

ANDERSON, R. C.; MANSI, S. A.; REEB, D. M. Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. **Journal of accounting and economics**, v. 37, n. 3, p. 315-342, 2004.

ARDALAN, K. Capital structure theory: Reconsidered. **Research in International Business and Finance**, v. 39, p. 696-710, 2017.

ASHBAUGH-SKAIFE, H.; COLLINS, D. W.; LAFOND, R. The effects of corporate governance on firms' credit ratings. **Journal of accounting and economics**, v. 42, n. 1-2, p. 203-243, 2006.

BARROS, C. M. E.; DA SILVA, P. Y. C.; VOESE, S. B. Relação entre o custo da dívida de financiamentos e governança corporativa no Brasil. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 18, n. 2, 2015.

BHOJRAJ, S.; SENGUPTA, P. Effect of corporate governance on bond ratings and yields: The role of institutional investors and outside directors. **The journal of Business**, v. 76, n. 3, p. 455-475, 2003.

BONETTI, A. P. M.; DE MOURA, G. D. Independência do conselho de administração reduz o custo de financiamento da dívida? Uma análise em companhias abertas listadas na B3. In: **Anais do Congresso Brasileiro de Custos-ABC**. 2018.

BOUBAKRI, N.; GHOUMA, H. Control/ownership structure, creditor rights protection, and the cost of debt financing: International evidence. **Journal of Banking & Finance**, v. 34, n. 10, p. 2481-2499, 2010.

BOZEC, Y.; BOZEC, R. Overall governance and cost of capital: Evidence from Canada using panel data. **Journal of Global Business Management**, v. 6, n. 1, p. 1, 2010.

BRADLEY, M.; CHEN, D. Corporate governance and the cost of debt: Evidence from director limited liability and indemnification provisions. **Journal of Corporate Finance**, v. 17, n. 1, p. 83-107, 2011.

BRADLEY, M.; CHEN, D. Does board independence reduce the cost of debt?. **Financial Management**, v. 44, n. 1, p. 15-47, 2015.

BRASIL, BOLSA, BALCÃO (2016). Sobre segmentos de listagem. Recuperado em 10 junho 2016, de [http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobresegmentos-de-listagem/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobresegmentos-de-listagem/). Acesso em: 10 nov. 2018.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C.; ALLEN, F. **Princípios de Finanças Corporativas**. 12. ed. São Paulo: AMGH, 2008.

CAROPREZO, B. O impacto das melhores práticas de governança corporativa no custo da dívida das empresas brasileiras. 2011. **Dissertao (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial)**. Escola de Ps Graduao em Economia-EPGE, Fundao Getlio Vargas-FGV, Rio de Janeiro, 2011.

CHANCHARAT, N.; KRISHNAMURTI, C.; TIAN, G. Board structure and survival of new economy IPO firms. **Corporate Governance: An International Review**, v. 20, n. 2, p. 144-163, 2012.

CHEN, D. Classified boards, the cost of debt, and firm performance. **Journal of Banking & Finance**, v. 36, n. 12, p. 3346-3365, 2012.

CHEN, Y. M.; JIAN, J. Y. The impact of information disclosure and transparency rankings system (IDTRs) and corporate governance structure on interest cost of debt. 2006.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J.; LANG, L. On expropriation of minority shareholders: evidence from East Asia. 1999.

DE APARECIDA LOPES, J. R.; MARTINS, H. C. Adesão às práticas de governança corporativa e as alterações nos custos de capital de terceiros: um estudo das empresas listadas no "novo mercado" e "níveis diferenciados" da BOVESPA. **Revista de Administração FEAD**, v. 4, 2007.

DERRIEN, F.; KECSKÉS, A.; MANSI, S. A. Information asymmetry, the cost of debt, and credit events: Evidence from quasi-random analyst disappearances. **Journal of Corporate Finance**, v. 39, p. 295-311, 2016.

ERTUGRUL, M.; HEGDE, S. Board compensation practices and agency costs of debt. **Journal of Corporate Finance**, v. 14, n. 5, p. 512-531, 2008.

FIELDS, L. P.; FRASER, D. R.; SUBRAHMANYAM, A. Board quality and the cost of debt capital: The case of bank loans. **Journal of Banking & Finance**, v. 36, n. 5, p. 1536-1547, 2012.

FIELDS, M. A.; KEYS, P. Y. The emergence of corporate governance from Wall St. to Main St.: Outside directors, board diversity, earnings management, and managerial incentives to bear risk. **Financial Review**, v. 38, n. 1, p. 1-24, 2003.

FONSECA, C. V. C.; DA SILVEIRA, R. L. F. Governança Corporativa e Custo de Capital de Terceiros: Evidências entre Empresas Brasileiras de Capital Aberto. **REAd-Revista Eletrônica de Administração**, v. 22, n. 1, p. 106-133, 2016.

GHOUMA, H.; BEN-NASR, H.; YAN, R. Corporate governance and cost of debt financing: Empirical evidence from Canada. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, v. 67, p. 138-148, 2018.

JANDIK, T.; MCCUMBER, W. R. Governance, takeover probability, and the cost of private debt. 2013.

LE, T. P. V.; PHAN, T. B. N. Capital structure and firm performance: Empirical evidence from a small transition country. **Research in International Business and Finance**, v. 42, p. 710-726, 2017.

LIEDONG, T. A.; RAJWANI, T. The impact of managerial political ties on corporate governance and debt financing: Evidence from Ghana. **Long Range Planning**, v. 51, n. 5, p. 666-679, 2017.

MA, L.; MA, S.; TIAN, G. Corporate opacity and cost of debt for family firms. **European accounting review**, v. 26, n. 1, p. 27-59, 2017.

NARDI, P. C. C.; NAKAO, S. H. Gerenciamento de resultados e a relação com o custo da dívida das empresas brasileiras abertas. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 51, p. 77-100, 2009.

PEROBELLI, F. F. C.; FAMÁ, R. Fatores determinantes da estrutura de capital para empresas latino-americanas. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 7, n. 1, p. 9-35, 2003.

PIOT, C.; MISSONIER-PIERA, F. Corporate governance reform and the cost of debt financing of listed French companies. 2009.

RAJPAL, H. Independent directors and earnings management: evidence from India. **International Journal of Accounting and Financial Management Research**, v. 2, n. 4, p. 2249-6882, 2012.

ROSS, S.; WESTERFIELD, R.; JAFFE, J. **Corporate Finance**, v. 6. 2002.

SHAILER, G.; WANG, K. Government ownership and the cost of debt for Chinese listed corporations. **Emerging Markets Review**, v. 22, p. 1-17, 2015.

TANAKA, T. Corporate governance and the cost of public debt financing: Evidence from Japan. **Journal of the Japanese and International Economies**, v. 34, p. 315-335, 2014.

VIEIRA, K. M.; VELASQUEZ, M. D. P.; LOSEKANN, V. L.; CERETTA, P. S. A influência da governança corporativa no desempenho e na estrutura de capital das empresas listadas na Bovespa. **Revista Universo Contábil**, v. 7, n. 1, p. 49-67, 2011.